

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación España

2º TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	9
4. Cuadros	25
5. Glosario	28

Fecha de cierre: **12 de abril de 2017**

1. Editorial

Se revisa al alza la previsión de aumento del PIB en 2017 hasta el 3,0% y se mantiene la previsión del 2,7% para 2018. De confirmarse este escenario, se espera que la economía española sea capaz de crear alrededor de un millón de puestos de trabajo en el conjunto de estos dos años, y que la tasa de paro se sitúe alrededor del 15% a finales de 2018. La confirmación del sesgo al alza adelantado en febrero pasado se debe al buen comportamiento de la creación de empleo y del sector exportador. Lo anterior, junto con la expectativa de que se mantenga un entorno favorable para la economía española, permite prever que el período de recuperación económica continuará a buen ritmo durante los próximos meses.

El crecimiento durante el primer trimestre de 2017 habría repuntado una décima hasta el 0,8% t/t. La aceleración se produce a pesar de que se confirma; (i) una menor contribución del consumo de las familias, que refleja el agotamiento de la demanda embalsada durante el período anterior a la crisis y el menor impacto de algunos de los vientos de cola que habían apoyado la recuperación del gasto familiar; y (ii) el control del gasto de las administraciones públicas, que continúa siendo el pilar en el que se sostiene la reducción del desequilibrio en las cuentas del Estado y de las Comunidades Autónomas. Sin embargo, la inversión en maquinaria y equipo parece haber salido de la atonía observada durante la segunda mitad de 2016, probablemente impulsada por el extraordinario comportamiento de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios. Respecto a esto último, la mejoría es generalizada por destinos, al observarse una recuperación de los flujos hacia economías emergentes y mantenerse el buen tono de las ventas a mercados desarrollados. Vale la pena destacar que esto se da a pesar de la incertidumbre relacionada con el *brexít*. El último de los factores que explica el repunte de la actividad durante la primera parte del año es la incipiente aceleración de la actividad del sector inmobiliario.

Hacia delante, se perciben pocos cambios relevantes en el escenario para la economía española. Por un lado, se confirma la recuperación de los flujos de comercio internacional y la aceleración de la actividad global, ejemplificada en la moderada revisión al alza en las previsiones de crecimiento para las economías desarrolladas. Además, no se espera una modificación de los factores que han incrementado el atractivo de España como destino turístico, particularmente aquellos relacionados con la inseguridad en algunos de los países competidores. Por otro lado, aunque el precio del petróleo parece haberse consolidado en niveles que suponen un aumento del 27% respecto al promedio del año anterior, continúa siendo un 40% inferior al observado en 2014. Esto es particularmente importante para una economía importadora de petróleo como la española. Finalmente, las acciones de la Reserva Federal de los EE.UU. y, especialmente, del BCE se encuentran dentro de lo esperado, lo que significa que la política de bajos tipos de interés en los países desarrollados y de un euro relativamente depreciado frente al dólar se mantendrá en el futuro cercano. Todos estos factores deberían alentar el crecimiento de las exportaciones y reducir la incertidumbre de familias y empresas.

A nivel doméstico, el cumplimiento del nuevo objetivo de déficit en 2016 y el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado confirman que la política fiscal tendrá un tono neutral en 2017. La

reducción del desequilibrio en las cuentas públicas en 2016 se debió a la caída de la importancia relativa del gasto en el PIB, a pesar de un comportamiento de la recaudación más negativo del esperado. Vale la pena destacar esto último de cara a analizar los presupuestos del Estado de 2017, que presentan pocas novedades respecto a los anuncios realizados a finales del año anterior. Cabe enfatizar que las previsiones utilizadas por el Gobierno para su elaboración son prudentes, dado el sesgo al alza que se observa en la actividad y en la inflación durante los últimos meses. De producirse un escenario más en línea con el que se presenta en esta publicación, el mayor crecimiento del PIB nominal daría espacio para compensar los supuestos relativamente optimistas que se utilizan respecto a la sensibilidad de la recaudación a la recuperación de la economía. Por lo tanto, se prevé que en un escenario donde continúe un estricto control del gasto, el conjunto de las administraciones públicas cumpla con el objetivo de déficit a finales de año.

No se observan efectos de segunda ronda en la formación de precios. El incremento del precio del petróleo ha hecho que la inflación general alcance el 3% en el 1T17. Sin embargo, la subyacente (que excluye energía y alimentos sin elaborar) se mantiene alrededor del 1%, lo que adelanta que el aumento en la inflación general es transitorio y que el promedio del año estará alrededor del 2%. Este comportamiento es destacable, ya que confirma que el coste de la pérdida de competitividad que ha sufrido la economía española está siendo distribuido entre familias y empresas de forma consistente con el mantenimiento de la creación de empleo y con la continuación del crecimiento del consumo, de la inversión y de las exportaciones. Hacia delante, será importante vigilar la evolución de los márgenes y los salarios para comprobar que esta situación se mantiene. En principio, la evolución de las ventas al exterior y de otros indicadores de actividad no apunta a que la falta de competencia y el incremento excesivo de los márgenes estén poniendo en peligro la recuperación. Asimismo, el crecimiento del 1% anunciado para los salarios de los empleados públicos constituye una buena señal dado que prioriza la creación de empleo. Igualmente, el anuncio sobre la pretensión de reducir la temporalidad en este sector es bienvenido y supone una oportunidad tanto para revisar y corregir las causas de su excesivo uso, como para plantearse cambios que promuevan la eficiencia de la función pública.

La continua revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB durante los últimos años apunta a una subestimación por parte de analistas e instituciones internacionales, tanto de factores estructurales como cíclicos. En particular, parecen haberse infravalorado los esfuerzos de desapalancamiento de las familias y empresas, así como la reorientación de la capacidad productiva hacia la demanda externa o el impacto de las reformas en la competitividad de la economía española. Respecto a esto último, aunque el crecimiento de la productividad del factor trabajo sigue siendo bajo, durante la fase de recuperación ha estado en línea con el que se observa en el resto de la UEM, e incluso presenta valores positivos en sectores donde la creación de empleo ha sido intensa. Esto contrasta con lo observado durante el período de expansión previo a la crisis, donde se observó una brecha constante y significativa. En todo caso, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía española (tasa de paro, déficit público, etc.) obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo.

2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos

Aceleración gradual y escenarios extremos más acotados

El **crecimiento del PIB global** se situó en el 0,9% trimestral durante la segunda mitad de 2016. Los datos recientes apuntan a tasas similares en lo que llevamos de 2017 y comparan positivamente con el 0,8% registrado en promedio desde el año 2011. La mejora generalizada de los indicadores de confianza, junto con el avance del comercio global están detrás de esta aceleración de la actividad. **El desempeño de los países avanzados sigue siendo**

La economía global continúa acelerándose

especialmente positivo, gracias a la consolidación de la recuperación de EE.UU. y a que Europa crece a tasas por encima de su potencial. **Por el contrario, América Latina** saldrá este año de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado.

El mejor comportamiento global viene acompañado de una cierta **clarificación en torno al rumbo que tomará la política económica en EE.UU.**, donde las expectativas de una rápida reflación se han acotado, o al menos se ha retrasado el momento en el que se implementen medidas que apoyen los cambios en esa dirección. Así, el gobierno americano parece barajar propuestas moderadas sobre una posible renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), mientras que sigue encontrando obstáculos para llevar adelante políticas de restricción a la inmigración. No obstante, la dificultad para sacar adelante la reforma del sistema sanitario también ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso fiscal en el corto plazo.

Por su parte, los **mercados financieros se han mantenido tranquilos** en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. Las tensiones financieras se han relajado, sobre todo en las economías emergentes, especialmente afectadas a finales del año pasado por la incertidumbre tras las elecciones estadounidenses. Una **excepción a esta tendencia se encuentra en Europa**, donde el entorno político y el calendario electoral han ensanchado los diferenciales de deuda de Francia y de la periferia.

Hacia la normalización en política monetaria

La combinación de una mejora cíclica, la reversión de la inflación desde tasas negativas y, sobre todo, la moderación o desaparición de los riesgos deflacionistas **sientan las bases para que los bancos centrales salgan de las políticas ultraexpansivas. La Fed, que lidera este proceso, ha incrementado nuevamente en marzo el tipo de interés de referencia.** Esta subida en el coste de financiación no ha generado ningún efecto adverso en los mercados financieros, básicamente porque el movimiento obedece a la buena marcha de la economía, cercana ya al pleno empleo y porque la Fed mantiene su mensaje de salida gradual. Es más, la Reserva Federal está ya planteando cómo abordar la tercera fase de la estrategia, esto es, la reducción del balance (una vez finalizado el

programa de compra de bonos -QE- y según se consoliden las subidas de tipos de interés), algo que previsiblemente no sucederá hasta el año que viene y se implementará de forma pasiva.

El BCE se muestra más optimista con el crecimiento, pero todavía no muy confiado en que la inflación alcance su objetivo a medio plazo. Así, desde abril se está produciendo la anunciada recalibración del QE, reduciendo las compras mensuales de deuda pública y privada, desde los 80 mil a los 60 mil millones de euros. Esta reducción de las compras y algunos cambios en la comunicación del BCE, son un primer paso de la estrategia de salida. A este respecto, se espera que **la autoridad monetaria vaya** preparando al mercado respecto a cuál será el calendario y el orden que seguirá.. En este sentido, BBVA Research prevé que el BCE continúe reduciendo las compras de bonos durante la primera parte de 2018 y no las extienda más allá del verano, para iniciar el ciclo alcista de tipos a finales de ese mismo año.

En definitiva, ha comenzado un proceso de normalización de políticas monetarias hasta ahora muy acomodaticias y, por tanto, en el horizonte de previsión cabe esperar un aumento del coste de financiación a nivel global. **La política de comunicación será clave en este proceso**, para evitar errores como el famoso “*taper tantrum*” (sobre-reacción del mercado de bonos de 2013 ante la retirada de estímulos) en Estados Unidos. El tensionamiento de las condiciones de financiación no sólo dependerá de los tipos de intervención que fijan los bancos centrales, sino también muy especialmente, de los tipos de interés de largo plazo. En este caso, hay factores que siguen anclando la parte larga de la curva, como la elevada incertidumbre, la escasez de activos refugio o algunos aspectos regulatorios.

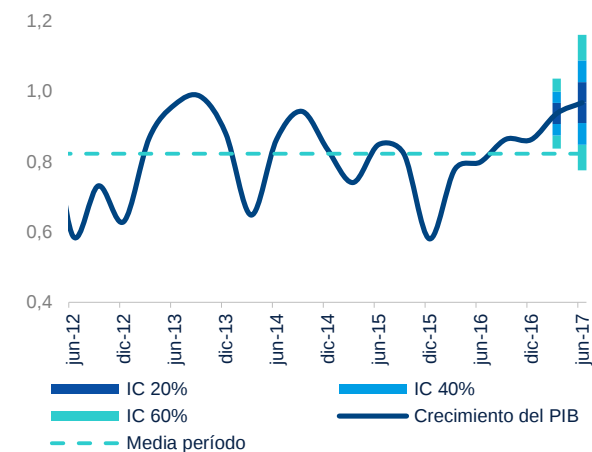
Ligera revisión al alza del crecimiento, pero con riesgos aún a la baja

En conjunto, las previsiones de crecimiento para el bienio 2017-2018 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China, mientras que las de los países latinoamericanos son algo más negativas este año (con la notable excepción de México). Como resultado, el crecimiento mundial esperado **es del 3,3% para 2017 y del 3.4% para 2018**, en ambos casos una décima más que en lo previsto en febrero.

Los riesgos asociados a un mayor proteccionismo se mantienen

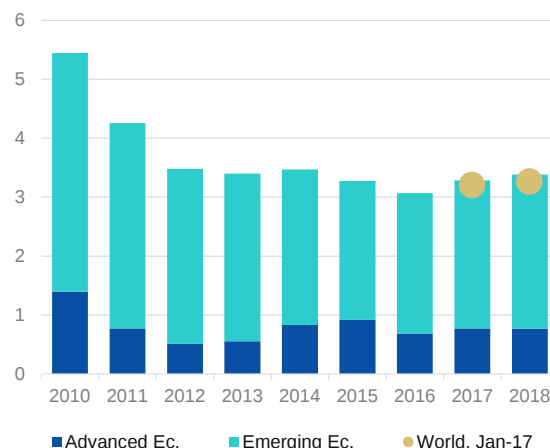
A pesar de lo anterior, los eventos de riesgo que se perciben, de producirse, mayoritariamente reducirían el crecimiento. En particular, más allá de la incertidumbre asociada a las **medidas que finalmente se aprueben en EE.UU.**, las dudas se centran en los **resultados electorales de Francia o Italia**, por el impacto negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el **riesgo asociado a la economía china**, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos sobre los que persiste incertidumbre y que será importante tener en cuenta durante los próximos meses incluyen la evolución que puedan tener las negociaciones sobre el *brexit*, los múltiples frentes geopolíticos abiertos o la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento mundial por regiones (% , a/a)



Fuente: BBVA Research

Estados Unidos: crecimiento algo por encima del 2% en 2017-18

La inversión apunta al repunte de la actividad en EE.UU.

La probabilidad de que la nueva administración pueda poner en marcha las reformas fiscales prometidas y que estas tengan un impacto positivo en el horizonte de previsión se ha reducido. En cualquier caso, su efecto sobre el crecimiento debería de ser limitado en una economía que continúa creciendo por encima de su potencial. **Se mantiene que el PIB aumentará un 2,3% en 2017 y un 2,4% en 2018, apoyado en la aceleración de la inversión**, que a su vez se beneficiará de la mejora de las expectativas, de la estabilidad de los precios del petróleo y de la recuperación del mercado de la vivienda. Esto debería compensar la moderación esperada del consumo, dada la mayor inflación y una mejora menos intensa del mercado de trabajo. En este contexto, se espera que **la Fed continúe con la normalización gradual de la política monetaria, aumentando dos veces más los tipos de referencia en 2017 (hasta el 1,50%) y en otras dos ocasiones en 2018 hasta el 2%.**

China: revisión al alza del crecimiento por los mejores datos recientes, resultado del apoyo de la política económica

Tras un crecimiento económico relativamente estable a lo largo del año pasado (en torno al 6,7% anual), **los signos de aceleración del 4T16 parecen confirmarse a principios de 2017**. Así, los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento anualizado cercano al 7% gracias a la inversión, que continúa beneficiándose del apoyo de una política monetaria acomodaticia y de los estímulos fiscales. A pesar de la revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB en 2017-2018 de alrededor de 0,5pp, **se mantiene el escenario de desaceleración del crecimiento en el horizonte de previsión, desde el 6,7% en 2016 hasta el 6,3% este año y el 5,8% en 2018**. A pesar del aumento significativo de los precios industriales derivado del incremento en el coste de las materias primas y de una

contracción de la oferta, **la inflación continúa siendo moderada** (2,3% esperado en 2017, y 3,0% en 2018). Con todo, más allá de la mejora en las expectativas basada en una política económica más orientada al crecimiento, **se incrementan los riesgos a medio plazo**. Esto último, debido a que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento se ha detenido y podría acentuar las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes económicos.

Europa: algo más de crecimiento, y sin riesgos significativos de inflación

Los riesgos en Europa son mayormente políticos

El crecimiento del PIB podría haber ganado algo de tracción a principios de este año (alrededor del 0,5% trimestral) apoyado en la mejora de la demanda global y de la confianza. No obstante, los riesgos sobre el escenario hacen difícil pensar en una mayor aceleración hacia delante, más en una economía que ya está creciendo por encima del potencial desde 2015. Con

todo, **se revisa ligeramente al alza el crecimiento, en una décima tanto en 2017 como en 2018, y hasta el 1,7% en ambos años**. Esto refleja los datos más positivos que, al igual que en el caso de EE.UU. o China se basan más en el comercio exterior o en la evolución de la inversión que en el comportamiento del consumo privado. El escenario de BBVA Research contempla también una moderación de la inflación a partir de mitad de año, ya que el fuerte aumento observado desde finales de 2016 obedeció principalmente al efecto base de los precios de la energía y al aumento en el coste de los alimentos no elaborados. Por su parte, la inflación subyacente continúa estable y en niveles bajos, mientras que el crecimiento de los salarios se encuentra contenido. Así, se revisa ligeramente al alza la previsión de inflación hasta el 1,8% en 2017, pero se mantiene una variación de los precios del 1,6% para 2018, mientras que **se continúa previendo que la inflación subyacente se sitúe alrededor del 1,5% a finales de 2018**.

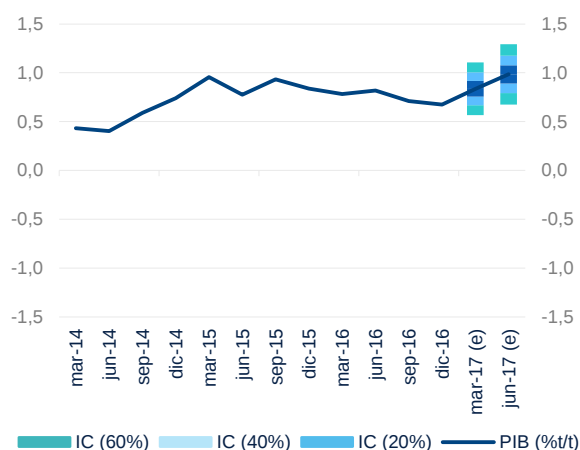
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación prosigue en el arranque de 2017

La información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que **la economía española podría haber crecido el 0,8% t/t en el 1T17 (previsión del modelo MICA-BBVA)**. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre enero y marzo habría sido ligeramente superior al registrado en el 4T16 (0,7% t/t), y en línea con lo esperado a principios del trimestre.

De cara al segundo trimestre, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research indican que la recuperación prosigue a un ritmo similar, o incluso superior, que el estimado para el 1T17 (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,8% y 1,0% t/t) (véase el Gráfico 3.1). Este ritmo de crecimiento se encontraría en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)¹, que evidencian una mejora en las expectativas de crecimiento tras el menor optimismo registrado en 2016 (véase el Gráfico 3.2).

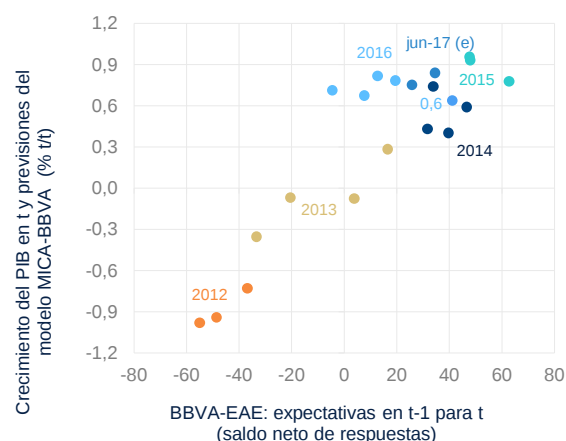
Gráfico 3.1 España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2 España: crecimiento económico y expectativas de los participantes en la EAE-BBVA en el trimestre anterior



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/epUinr>

La demanda doméstica avanza, apoyada en la inversión

A pesar del buen comportamiento de la riqueza financiera y el crédito a los hogares, el balance de los indicadores parciales de gasto², renta y confianza sugieren una ligera moderación del crecimiento del consumo privado. Así, **el gasto de los hogares podría haber aumentado el 0,5% t/t (2,7% a/a) en el 1T16**, una décima menos que en el 4T16 (véase el Gráfico 3.3).

Respecto de la demanda pública, se estima que volvió a aumentar ligeramente al arranque del año, tras retroceder marginalmente al cierre de 2016. En particular, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que **el gasto en consumo final real de las administraciones públicas habría aumentado el 0,2% t/t (0,0% a/a) en el 1T17** (-0,2% t/t en el 4T16).

Por el lado de la **inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura³ sugieren que, tras el práctico estancamiento observado durante el segundo semestre del pasado año, **esta partida de la demanda habría crecido el 1,4% t/t (3,3% a/a) en el primer trimestre**. No obstante, esta cifra es ligeramente inferior a la registrada en la recuperación (2,2% t/t en promedio entre el 1T13 y el 2T16).

Por su parte, la información disponible⁴ indica que **la inversión residencial habría crecido el 1,2% t/t (3,9 % a/a) en el 1T17**, lo que implicaría que el ritmo de recuperación habría comenzado a consolidarse a tasas superiores que las observadas hasta el 3T16. En cuanto a **la inversión en otras construcciones**, BBVA Research estima **que su crecimiento habría alcanzado el 0,3% t/t (1,4% a/a)**, por lo que continuaría con la relativa atonía del 2S16.

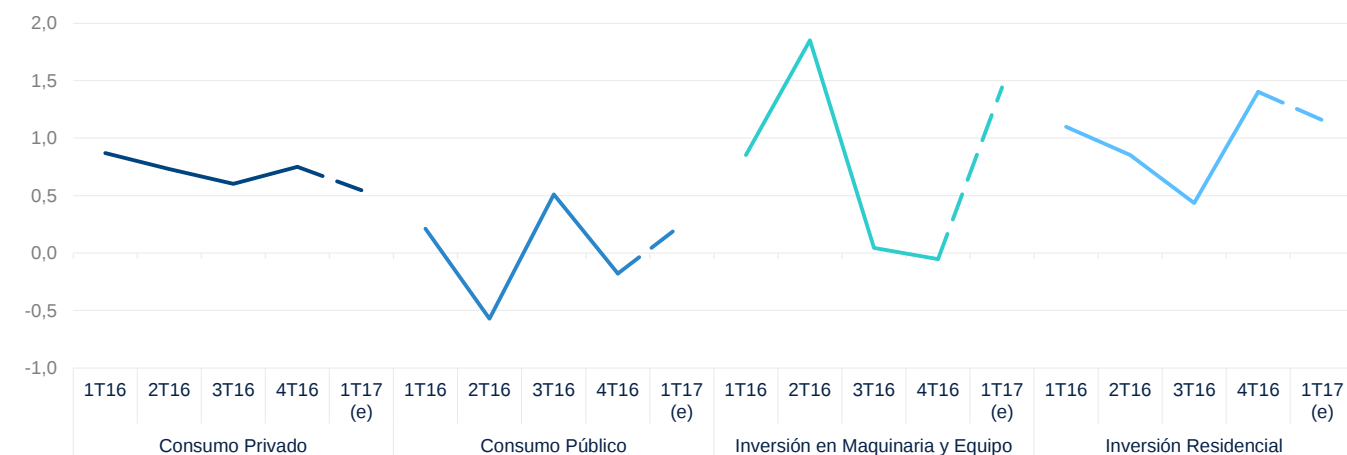
La demanda doméstica sigue impulsando el crecimiento

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que en el 1T16 **la demanda doméstica habría vuelto a aportar 0,6 puntos porcentuales (pp) al avance trimestral del PIB**, con un crecimiento moderado del consumo (público y privado) y un repunte de las principales partidas de la inversión.

2: Las matriculaciones de turismos (particulares) se recuperaron tras dos trimestres de caídas, pero el consumo de servicios y las ventas interiores de grandes empresas se desaceleró y el comercio al por menor retrocedió.

3: Todos los indicadores, exceptuando la venta de vehículos industriales, evidencian un comportamiento positivo en el 1T17

4: Destacan la afiliación en el sector de la construcción, que continúa acelerándose.

Gráfico 3.3 España: crecimiento observado y previsiones de los principales componentes de la demanda doméstica (% t/t)


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

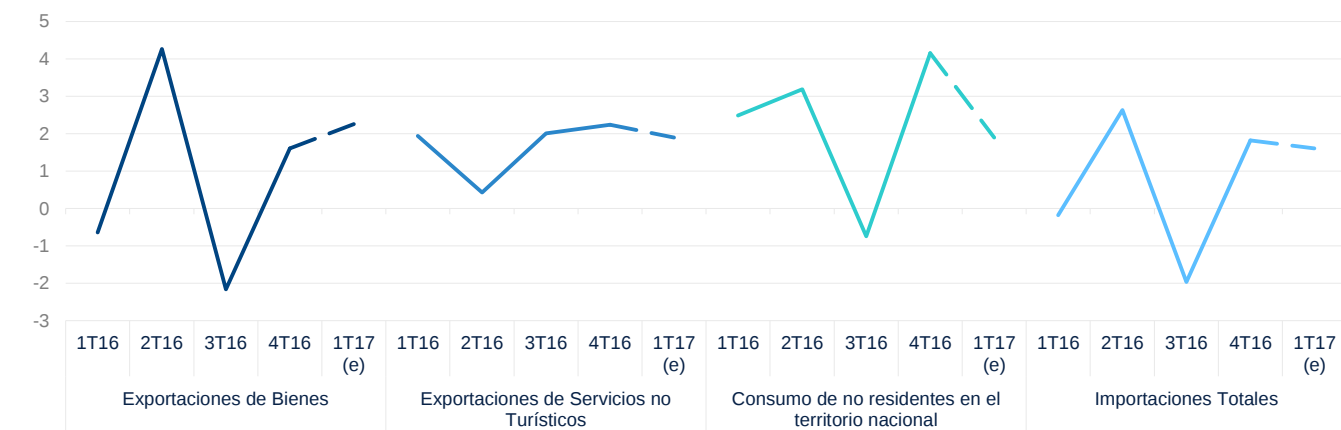
Las exportaciones arrancan el año a buen ritmo

Durante el primer trimestre de 2017 la demanda exterior habría mantenido su senda de crecimiento. Los indicadores disponibles⁵ apuntan a que **las ventas de bienes al exterior se habrían incrementado el 2,3% t/t (6,0% a/a) en el 1T17** (véase el Gráfico 3.4), **mientras que las exportaciones de servicios lo habrían hecho el 1,9% t/t (7,5% a/a)** y encadenarían 16 trimestres de crecimiento. Al respecto, el turismo exterior continúa aumentando, aunque a menor ritmo que al cierre del año pasado⁶. En consecuencia, se estima que el consumo de no residentes en territorio nacional podría haberse incrementado el 1,9% t/t (8,7% a/a) en el 1T17. Igualmente, las exportaciones de servicios no turísticos habrían aumentado el 1,9% t/t (6,7% a/a). De esta forma, **las exportaciones totales habrían crecido el 2,1% t/t (6,5% a/a) en el primer trimestre de 2017**, cifra similar a la observada en el 4T16 (2,0% t/t).

En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta publicación sugiere que **el crecimiento de las importaciones durante el 1T17 habría sido del 1,6% t/t (4,1% a/a)**. Este comportamiento, junto con el esperado para las exportaciones totales, daría lugar a **una aportación de 0,2pp de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en el 1T17 (0,1pp en el 1T16)**.

5: Tanto las exportaciones de grandes empresas como la cartera de pedidos de exportaciones crecieron en el 1T17, mientras que la información disponible de la balanza comercial apunta a un fuerte aumento de las exportaciones de bienes.

6: La entrada y las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles crecieron en promedio el 0,3% y el 0,9% m/m CVEC a comienzos de año. Por su parte, los ingresos por turismo de la balanza de pagos cayeron un 2,7% m/m CVEC en enero.

Gráfico 3.4 España: crecimiento observado y previsiones de los principales componentes de la demanda externa (% t/t)


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Más empleo y menos paro en el inicio de 2017

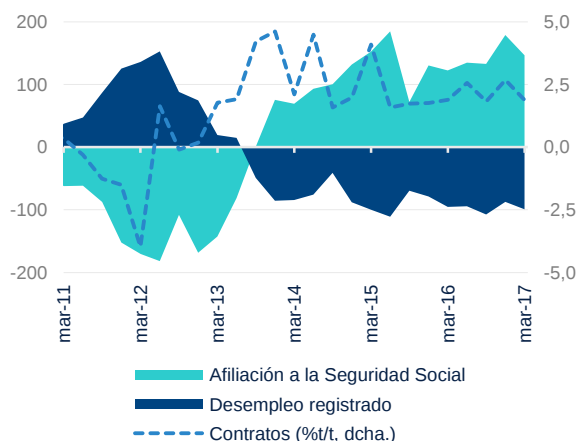
La recuperación del mercado de trabajo continuó en el primer trimestre (véase el Gráfico 3.5). Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social creció el 0,8% t/t, dos décimas menos que en el cuarto trimestre del pasado año. El dinamismo de la contratación también se moderó (ocho décimas hasta

El ritmo de contratación se mantiene saludable

el 1,9% t/t), a pesar del repunte de la indefinida (1,1 puntos hasta el 2,9% t/t CVEC). Por el contrario, el descenso del paro registrado se aceleró cuatro décimas hasta el -2,7% t/t CVEC debido, sobre todo, al comportamiento favorable de la construcción y del colectivo sin empleo anterior.

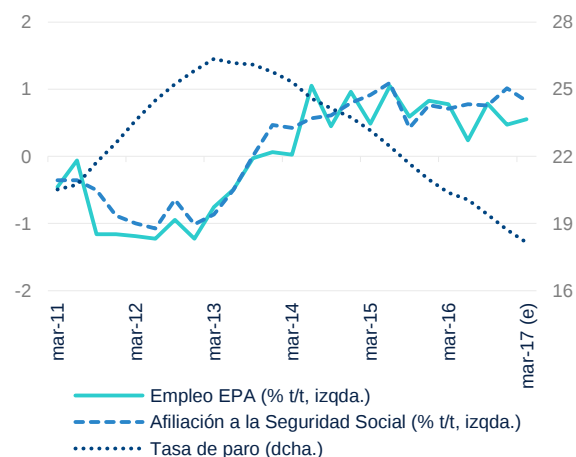
Dada la evolución de los registros, **se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al primer trimestre arroje un crecimiento de la ocupación**. Las estimaciones de BBVA Research sugieren que el empleo podría aumentar entre seis y siete décimas entre enero y marzo en términos desestacionalizados frente al 0,4% t/t CVEC en el 4T16. Dado que se espera que la población activa disminuya ligeramente, la tasa de paro descendería seis décimas hasta el 18,2% CVEC (véase el Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5 España: registros del mercado de trabajo (datos CVEC. Variación trimestral en miles de personas salvo indicación en contrario)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.6 España: indicadores del mercado de trabajo (datos CVEC)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS e INE

La inflación general comienza a desacelerarse, mientras que la subyacente se mantiene moderada

Durante los últimos meses, los precios generales de los bienes de consumo han continuado aumentado. Así, tras tocar techo entre enero y febrero (3,0% a/a), la inflación general se situó en el 2,3% a/a en marzo. **Detrás de esta moderación se encuentra, principalmente, la menor presión al alza en los precios de la energía** que, a su vez, responde a tres factores: la absorción del efecto base generado por la caída registrada a comienzos de 2016, la moderación de los precios de los carburantes y la corrección a la baja en el precio de la electricidad, ligada a la climatología menos desfavorable. **Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido moderada y**

La energía explica los cambios en la inflación en el corto plazo

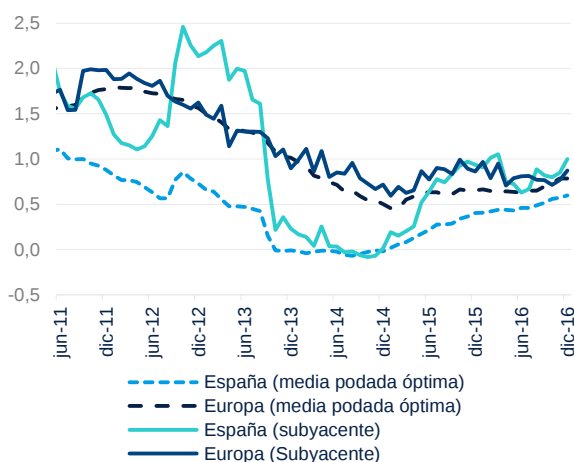
los datos recientes confirman una reducción marginal y transitoria en marzo (de 0,1pp hasta el 0,9% a/a) debido, en parte, al calendario de la Semana Santa.

En todo caso, **lo anterior limita futuras ganancias de competitividad-precio de la economía española, dado el contexto de inflación en Europa.** Así, las estimaciones de BBVA Research indican que mientras el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro es ligeramente desfavorable (0,4pp), en términos de la inflación subyacente se mantiene prácticamente cerrado (véase el Gráfico 3.7).

Las demandas salariales aumentan en los primeros meses de 2017, pero de forma moderada. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se situó en torno al 1,2% a/a en enero y febrero en los convenios revisados plurianuales y en el 1,3% en los firmados a lo largo del año en curso, que apenas vinculan a 29.700

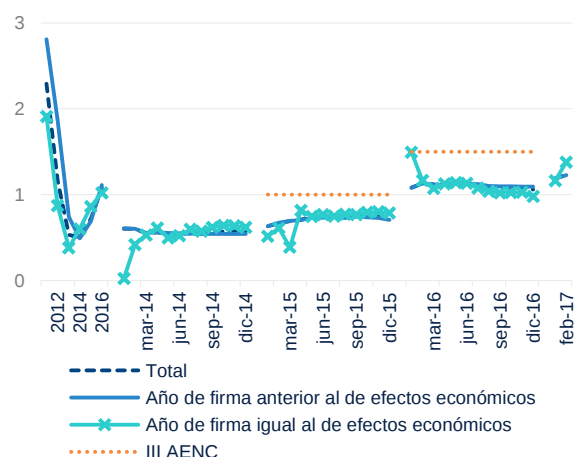
trabajadores⁷. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el incremento de la retribución hasta febrero fue ligeramente mayor que el registrado a finales de 2016, pero todavía menor que el 1,5%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el año precedente⁸.

Gráfico 3.7 España: diferenciales de inflación respecto a la zona euro (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE e Eurostat

Gráfico 3.8 España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (%)



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Los datos de 2015 y 2016 son provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con las de los años precedentes.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

El objetivo de déficit de 2016 se cumplió

El cierre del ejercicio fiscal de 2016 confirmó el tono expansivo de la política fiscal del pasado año que, al menos en parte, fue compensado por las subidas tributarias aprobadas en el último semestre del año. La mejora del mercado laboral y la reducción de los costes de financiación, junto con la intensificación del ajuste en la inversión pública en la segunda mitad del año, favorecieron la caída del gasto público de 1,5pp del PIB. Como resultado, 2016 cerró con un déficit del 4,3% del PIB (excluidas las ayudas a entidades financieras), lo que supone una reducción de siete décimas del PIB respecto a 2015 y el cumplimiento del objetivo de estabilidad por primera vez desde el inicio de la crisis.

7: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 3,5 millones hasta febrero cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2017 (3.542.000). Esta cifra es semejante a la registrada hasta febrero de 2016.

8: El III AENC, suscrito a comienzos de junio de 2015 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017, que se debería acordar en las próximas semanas, dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno.

El nuevo crédito a empresas modera su caída a comienzos de año

El stock de crédito al sector privado ha continuado reduciéndose a comienzos de 2017 (-4,3% a/a en enero) y lo hizo a un ritmo algo más acusado que a finales de 2016. Sin embargo, **las nuevas operaciones concedidas han frenado su tendencia a la baja** en los primeros dos meses del año (-2,0% a/a acumulado en enero y febrero frente al -13,9% en 2016), condicionadas principalmente por la mejor evolución de las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (-14,4% a/a en el acumulado de enero y febrero respecto al -

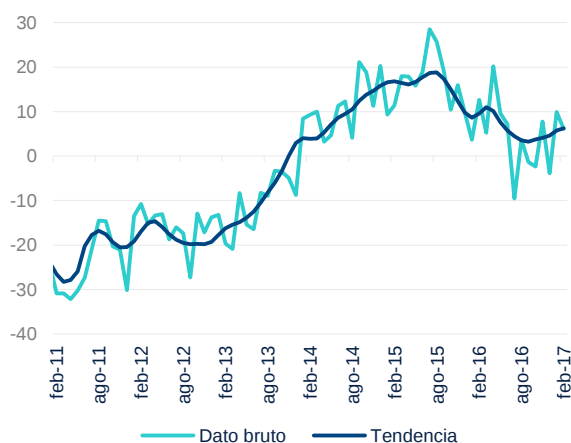
Las nuevas operaciones concedidas frenan su tendencia a la baja

32,8% en 2016). Esta desaceleración en la caída de la demanda de crédito por parte de las grandes empresas responde, al menos en parte, a una mejora de los factores que en la primera parte de 2016 lo desincentivaron: disminución de la incertidumbre sobre la política económica a nivel nacional e internacional y una menor tendencia a financiar sus necesidades mediante otras fuentes (ahorro propio y emisiones de deuda). **Respecto a**

los sectores minoristas (familias y pymes), también se ha observado una recuperación del crecimiento del crédito en los dos primeros meses de 2017 (7,9% a/a frente a 3,8% en 2016) (véase el Gráfico 3.9).

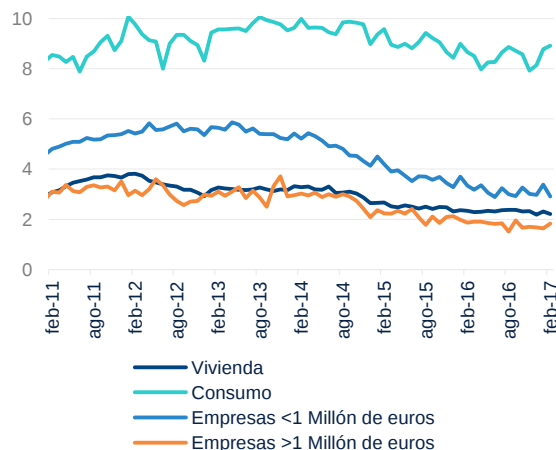
Por otra parte, el precio del nuevo crédito se ha mantenido en mínimos (véase el Gráfico 3.10), favorecido por la reducción del euríbor, las mejores condiciones de liquidez para los bancos, el menor riesgo soberano y la disminución del riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras existe evidencia de que se ha llegado a un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos. Por otro lado, los tipos para adquisición vivienda (2,3% TAE en media en enero y febrero, 9 puntos básicos (pb) menos que hace un año, pero 6pb más que en dic-16) muestran una clara resistencia a la baja dada la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo. Atendiendo a este indicador, que incorpora comisiones, las hipotecas españolas siguen siendo más baratas que las de muchos países europeos, como Francia o Irlanda.

Gráfico 3.9 España: nuevas operaciones de crédito al sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.10 España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



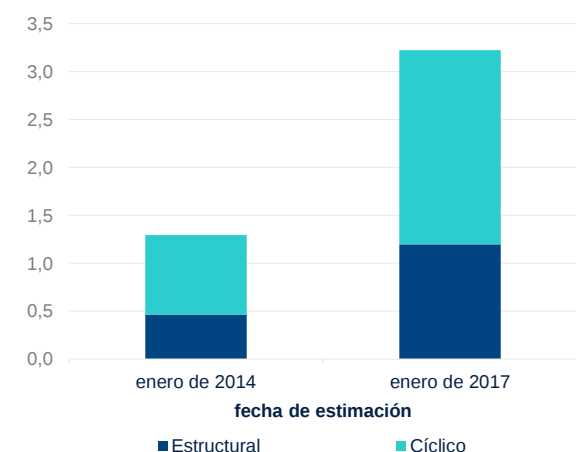
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2017-2018: los sesgos al alza se materializan

Los fundamentos de la economía española respaldan la continuidad de la recuperación durante el presente bienio. De hecho, la información conocida a la fecha de cierre de este informe corrobora los sesgos al alza que se daban sobre el escenario presentado en febrero pasado. Ahora se prevé que el crecimiento del PIB para 2017 alcance el 3,0% (0,3 pp más que en febrero), mientras que la previsión de 2018 se mantiene en el 2,7%. Por tanto, se espera un crecimiento menor que el observado durante los dos últimos años (3,2%) (véase el Cuadro 3.1).

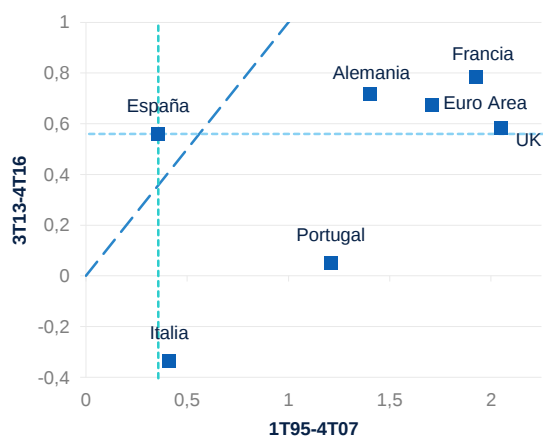
Así, la recuperación de economía española sigue sorprendiendo positivamente. La continua revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB durante los últimos años apunta a una subestimación por parte de analistas e instituciones internacionales, tanto de factores estructurales como cíclicos (véase el Gráfico 3.11). En particular, parecen haberse infravalorado los esfuerzos de desapalancamiento de las familias y empresas, así como la reorientación de la capacidad productiva hacia la demanda externa o el impacto de las reformas en la competitividad de la economía española. Respecto a esto último, aunque el crecimiento de la productividad del factor trabajo sigue siendo bajo, durante la fase de recuperación ha estado en línea con el que se observa en el resto de la UEM (véase el Gráfico 3.12), e incluso presenta valores positivos en sectores donde la creación de empleo ha sido intensa. Esto contrasta con lo observado durante el período de expansión previo a la crisis, donde se observó una brecha constante y significativa. En todo caso, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía española (tasa de paro, déficit público, etc.) obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo.

Gráfico 3.11 España: descomposición del crecimiento del PIB del 2015 por fecha de estimación (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y CF inc.

Gráfico 3.12 Productividad laboral (VAB por hora trabajada, %/t promedio anualizado)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

El crecimiento continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. El avance global (3,3% en 2017 y 3,4% en 2018) seguirá incentivando la demanda de exportaciones españolas, a pesar de los focos de incertidumbre (*brexít* y el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos). El impulso exportador, junto a los precios del petróleo todavía reducidos (57,8 dólares por barril en promedio para 2017-2018), la política monetaria,

El crecimiento global seguirá impulsando las exportaciones

los fundamentos domésticos y el progreso en la corrección de los desequilibrios, estimularán la demanda interna (principalmente, la inversión). No obstante los efectos de algunos de estos vientos de cola se irán debilitando a lo largo del bienio, justificando la desaceleración proyectada en el escenario.

La expansión de los componentes de la demanda final seguirá propiciando el aumento de las importaciones lo que, en todo caso, no impedirá que el bienio se cierre con una aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento.

Cuadro 3.1 España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	4T16	1T17(e)	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,2	2,0	2,6	2,6	2,1	2,3
G.C.F Privado	3,0	2,7	2,9	3,2	2,5	2,4
G.C.F AA. PP.	0,0	0,0	2,0	0,8	1,0	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo	2,2	2,9	6,0	3,1	3,3	4,5
Equipo y Maquinaria	2,7	3,3	8,9	5,0	3,6	4,4
Construcción	1,9	2,6	4,9	1,9	2,8	4,2
Vivienda	3,8	3,9	3,1	3,7	4,3	5,8
Otros edificios y Otras Construcciones	0,2	1,4	6,4	0,4	1,4	2,8
Demanda nacional (*)	2,2	2,2	3,3	2,8	2,3	2,6
Exportaciones	4,4	6,5	4,9	4,4	5,8	5,0
Importaciones	2,3	4,1	5,6	3,3	4,2	5,2
Saldo exterior (*)	0,8	0,9	-0,1	0,4	0,7	0,1
PIB real pm	3,0	3,0	3,2	3,2	3,0	2,7
PIB nominal pm	3,7	4,8	3,7	3,6	5,1	5,3
Empleo total (EPA)	2,3	2,4	3,0	2,7	2,6	2,6
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	2,2	2,0	2,6	2,6	2,1	2,3
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	3,0	2,7	2,9	3,2	2,5	2,4

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

¿Punto de inflexión en la política monetaria del BCE?

El Banco Central Europeo (BCE) ha dado muestras de su disposición a modular su postura de política monetaria en sus próximas reuniones. Si bien queda clara la **necesidad de mantener una política monetaria todavía laxa** para apuntalar los avances conseguidos hasta el momento, en la reunión de marzo **se observó cierta moderación en el tono del BCE**, que probablemente se acentuará durante los próximos meses⁹. En particular, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro y el incremento de la inflación, ha enviado señales que parecen haber abierto el debate sobre la estrategia de salida y la secuencia de la retirada de los estímulos. Hasta ahora, el BCE ha comunicado de forma clara que las subidas de tipos se producirían una vez finalizado el programa de compra de activos, en línea con el mismo proceso que ha seguido la Fed. Hacia delante, se espera que la autoridad monetaria comience a reducir su ritmo de compras mensuales a comienzos del próximo año (*tapering*), en un proceso que se podría dilatar hasta mediados de 2018. A finales de ese año se produciría la primera subida del tipo de interés de referencia. Una comunicación adecuada y una estrategia de salida ordenada y paulatina de las medidas extraordinarias resultarán claves a la hora de emprender el proceso de normalización sin poner en riesgo la recuperación económica.

El flujo de crédito bancario volverá a la senda de crecimiento

Hacia delante, es de esperar que el total de nuevo crédito comience a recuperarse. Por el lado de la demanda, la consolidación en las expectativas de actividad, tanto nacional como internacional, hace prever una tendencia positiva para la inversión empresarial y el gasto de las familias. Esto, junto con el desapalancamiento observado durante los últimos años, los bajos tipos de interés, la mejora de las carteras de crédito y el elevado nivel de liquidez, adelanta la continuación de un entorno de crecimiento en las nuevas operaciones de financiación.

La política fiscal neutral será compatible con un aumento de la demanda pública

Tras dos años con un tono claramente expansivo, **la política fiscal pasará a ser prácticamente neutral en 2017 y 2018** (véase la página 22). La mayor recaudación prevista, tanto por la recuperación de la actividad como por la subida impositiva aprobada el pasado mes de diciembre, permitirá un aumento del gasto en consumo público (del 1,5% en términos reales promedio para el presente bienio). Por otro lado, la inversión en otras construcciones presentará una tasa de crecimiento por encima del 2% impulsada por la inversión privada no residencial y a pesar de las perspectivas de estabilización de la obra pública.

9: Así, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro, eliminó de su último comunicado la frase: "[...]Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato [...]", y enfatizó así la menor urgencia de tomar medidas adicionales. Además, el presidente de la autoridad monetaria admitió que se discutió la posibilidad de quitar del comunicado la referencia a recortes adicionales de tipos de interés ("[...]Seguimos esperando que se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado [...]"), algo que podría producirse en las próximas reuniones, como paso previo a una futura normalización

La recuperación de la demanda doméstica privada prosigue, pero se modera

El consumo de los hogares se ralentizará en 2017 y 2018, dado el menor impulso de sus fundamentos y la desaparición de algunos factores transitorios que incentivaron el gasto en 2016 (por ejemplo, la rebaja fiscal y la caída de los precios energéticos). El repunte de la inflación moderará el ascenso de la renta disponible y la riqueza inmobiliaria en términos reales, a pesar de la recuperación del empleo y del precio de la vivienda. Por el contrario, se prevé que la contribución de la riqueza financiera neta al aumento del gasto de las familias sea mayor que en 2016, y que las nuevas operaciones de financiación al consumo sigan creciendo, apoyadas en unos tipos de interés oficiales todavía reducidos. En consecuencia, se espera que el consumo privado se incremente el 2,5% este año, cinco décimas menos que en 2016, y el 2,4% el próximo.

A pesar del estancamiento observado durante el segundo semestre de 2016, se prevé que el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo se mantenga en niveles elevados durante el bienio 2017-2018. No obstante, se espera que el ritmo de crecimiento sea menor que el observado desde el inicio de la recuperación, dada la menor demanda embalsada de maquinaria y equipo y la desaceleración prevista del resto del gasto interno. Asimismo, la normalización gradual de los precios del petróleo y de la política monetaria encarecerá marginalmente la financiación propia (vía ahorro) y ajena de los nuevos proyectos de inversión en los próximos años. Por el contrario, la evolución esperada de la demanda de exportaciones seguirá apoyando con igual intensidad la ampliación de la capacidad instalada. En síntesis, se espera que, tras tres años creciendo a una tasa media anual del 7,6%, la inversión en maquinaria y equipo se incremente alrededor del 3,6% en 2017 y del 4,4% en 2018.

En el bienio, la evolución de los determinantes de la demanda justifica la **continuidad de la recuperación de la inversión residencial**. En este sentido, tanto las expectativas de creación de empleo como el avance, aunque menos dinámico, de la renta bruta de los hogares se mantienen. Todo ello en un contexto en el que las condiciones financieras continuarán siendo relativamente favorables, aun cuando se espera un aumento en el coste del

La inversión residencial continuará en la senda de la recuperación

endeudamiento a medio y largo plazo. Además, el proceso de desapalancamiento experimentado por los hogares españoles favorecerá la concesión de nuevo crédito hipotecario, dada la mejoría en la solvencia. Finalmente, la reducción del inventario de viviendas nuevas sin vender y las positivas expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios en ciertas zonas apoyarán la actividad en el sector. En balance, un mejor

cierre que el esperado en 2016 y las buenas perspectivas existentes, justifican una revisión al alza de la inversión residencial en el año en curso. En concreto, se espera, para esta partida, un **crecimiento del 4,3% en 2017** (1,1pp más que hace tres meses) **y del 5,8% en 2018¹⁰**.

10: Para más detalles véase la revista Situación Inmobiliaria España de marzo de 2017, disponible en <https://goo.gl/U3Y5fH>

Las exportaciones seguirán creciendo

El entorno global ha sufrido pocos cambios respecto al escenario presentado por BBVA Research en febrero. En este sentido, las expectativas respecto a los precios del petróleo y las asociadas al tipo de cambio real del euro se mantienen prácticamente invariantes. No obstante, la revisión marginal en el crecimiento esperado para algunas de las principales economías, junto con las expectativas de recuperación de los mercados emergentes (principalmente, en América Latina) hace prever una demanda sólida para las exportaciones españolas. Aun así, se mantiene la incertidumbre inherente al *brexit* y al camino que pueda tomar la política de comercio exterior de EE. UU.

Los destinos fuera de la UE volverán a ser soporte de las exportaciones

En este contexto, **las previsiones respecto a las ventas totales al exterior solo muestran revisiones marginales para el bienio 2017-2018. Las totales avanzarán a un ritmo medio anual del 5,4%**, las de bienes crecerán un 5,1% y el consumo de no residentes aumentará en torno al 5,7%. Este crecimiento sugiere que **el dinamismo de**

las exportaciones españolas continuará diferenciándose respecto del resto de Europa. Dadas las buenas perspectivas económicas para los países emergentes, **los destinos extra-UE volverán a ser un soporte para el crecimiento de las exportaciones españolas.**

La evolución prevista de la demanda final propiciará **un avance elevado de las importaciones durante el presente bienio (promedio de los dos años: 4,7%)** que, en todo caso, no compensará al de las exportaciones. Así, **la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento repuntará en 2017 y será marginalmente positiva en 2018 (0,7pp y 0,1pp, respectivamente).** Lo anterior, unido a los todavía bajos precios del crudo, contribuirá al mantenimiento de los **saldos positivos en la cuenta corriente (promedio: 1,8% del PIB).**

Se crearán cerca de 1.000.000 de empleos durante el bienio

Para el conjunto del período 2017-2018 la creación de empleo continuará siendo robusta, a pesar de la moderada desaceleración que se espera. Así, se prevé que la ocupación aumente en promedio el 2,6% este año, una décima menos que en 2016. Dada la atonía prevista en la evolución de la población activa¹¹, el crecimiento del empleo se traducirá en una disminución de 2,2 puntos de la tasa de paro hasta el 17,3%. La ocupación seguirá aumentando en 2018 a un ritmo similar (2,6%), y la tasa de desempleo caerá hasta el 15,6%.

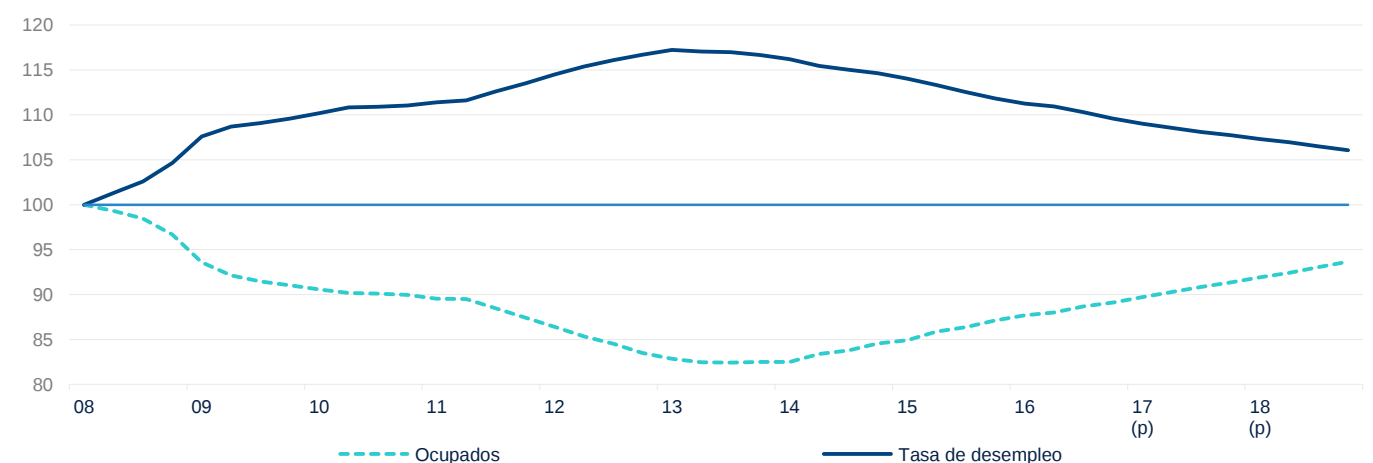
A finales de 2018 el mercado laboral no habrá recuperado aún sus niveles precrisis

Pero el dinamismo esperado del mercado laboral será insuficiente para recuperar los niveles precrisis durante este bienio. Como ilustra el Gráfico 3.13, en el cuarto trimestre de 2018 la ocupación sería en torno a un 6% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría casi seis puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que aumentará

11: En línea con lo expuesto en la revista Situación España del 1T17, se espera que la población activa aminore su ritmo de caída hasta el -0,2% en 2017 y que aumente el 0,4% en 2018 a pesar de la disminución de la población en edad de trabajar. El avance proyectado de la población activa en la parte final del horizonte de previsión se corresponderá con un repunte de la propensión a participar en el mercado laboral. En todo caso, el crecimiento previsto será reducido si se compara con el promedio histórico (1,4%).

alrededor del 2,3% en promedio en el bienio 2017-2018– sugiere un repunte mínimo del crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo hasta el 0,6% en 2018.

Gráfico 3.13 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100, datos CVEC)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inflación general se consolidará en terreno positivo y moderará las ganancias de competitividad

Aunque los precios de la energía llevaron la inflación general al entorno del 3,0% en el 1T17, se espera una desaceleración gradual a lo largo del año. Los factores que presionaron al alza a los precios durante el arranque del año (climatología adversa y efecto base en los precios de la energía) fueron de naturaleza temporal. Así, **el actual**

La inflación subyacente se mantendrá estable y moderada en el bienio

ejercicio económico se cerrará con una inflación media anual en torno al 2,1%, tal y como se adelantaba en la anterior edición de esta publicación. Por su parte, los fundamentos domésticos y los estímulos de la política monetaria expansiva, sustentan una trayectoria positiva y moderada para la inflación subyacente (1,2% en promedio anual para 2017) que, de momento, no acusa efectos de segunda ronda derivados del

encarecimiento de las materias primas ni del aumento del SMI¹². En 2018 los precios subyacentes ganarán terreno gradualmente (1,6% en promedio anual) lo que unido a la absorción del efecto base en la inflación energética, situará la variación del IPC en el 1,9%.

De cumplirse estas previsiones, el diferencial de inflación general respecto la zona del euro, a favor de España durante los últimos tres años (-0,5pp en promedio), se tornará desfavorable en el presente bienio (0,3pp en promedio). En términos del componente subyacente, el diferencial se mantendrá cerrado.

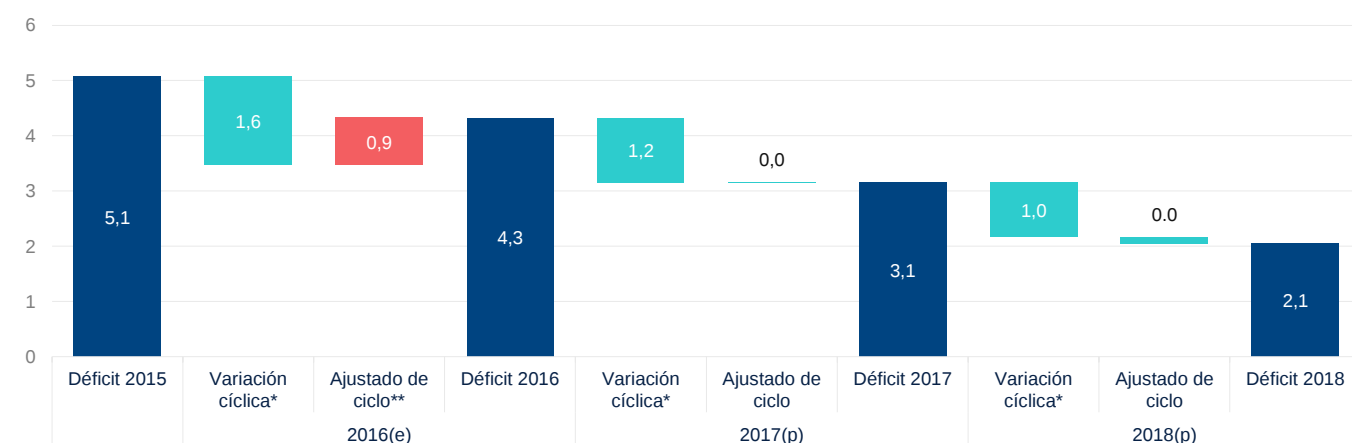
12: Las repercusiones directas del incremento del SMI sobre la actividad y los precios serían reducidas, incluso si las empresas trasladasen el aumento del coste laboral a precios finales en su totalidad. Sin embargo, las consecuencias pueden ser relevantes a medio plazo si el crecimiento del SMI deriva en efectos de segunda ronda. Para más detalles véase el observatorio económico "Repercusiones del aumento del salario mínimo en España" disponible en <https://goo.gl/6cwhCV>

Los objetivos de estabilidad son alcanzables en el actual contexto de recuperación económica

A lo largo del bienio, el ciclo económico continuará ayudando a la recuperación de las bases imponibles, lo que incidirá positivamente en los ingresos de las administraciones, que aumentarán en torno a 1,0pp del PIB hasta situarse en el 38,8% del PIB. Igualmente, tanto el efecto de los estabilizadores automáticos –prestaciones por desempleo, fundamentalmente- como por una menor carga de intereses originada por el descenso de los tipos en los ejercicios pasados contribuirán a minorar el gasto público en 1,3pp del PIB hasta el entorno del 41% del PIB.

En este contexto, **el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2017, aprobado el pasado 31 de marzo, aporta pocas novedades** respecto a la política fiscal conocida a final del año pasado¹³ y permite prever un cumplimiento de los compromisos adquiridos. Así, **dadas las políticas anunciadas hasta el momento, BBVA Research estima que el déficit se reduciría hasta situarse en torno al 3,1% del PIB en 2017 y el 2,1% del PIB en 2018**, en línea con los objetivos de estabilidad requeridos por la Comisión Europea (véase el Gráfico 3.14).

Gráfico 3.14 AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras (pp del PIB)



(e): avance; (p): previsión.

(*) Incluye los cambios en la carga de intereses

(**) 2016: 0,6pp deterioro estructural + 1,0pp políticas expansivas – 0,7pp medidas de ajuste fiscal

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

De esta forma, España saldría del protocolo de déficit excesivo en 2018. Sin embargo, persisten importantes desequilibrios que habrá que afrontar en el medio plazo. Entre ellos, el elevado nivel de deuda pública (un 99,4% del

El elevado nivel de deuda continúa siendo un riesgo para las finanzas públicas

PIB en 2016) es uno de los principales riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. No obstante, en el corto plazo, un crecimiento del PIB relativamente fuerte y la persistencia de unos bajos tipos de interés favorecerán una suave reducción de la ratio deuda sobre PIB. En el medio plazo, la permanencia de un saldo estructural

13: En diciembre se aprobaron entre otras medidas, nuevos límites a la deducibilidad de determinadas figuras en la base imponible del impuesto de sociedades, prórroga durante 2017 de la aplicación del impuesto sobre patrimonio, o aumento de tipos impositivos de algunos impuestos especiales (véase RDL 3/2016, de 2 de diciembre. BOE-A-2016-11475)

primario reducido (se estima que permanecerá en torno al equilibrio) hará que la deuda de las administraciones públicas españolas se mantenga en niveles todavía elevados, lo que representa un factor de vulnerabilidad frente a alteraciones en los mercados.

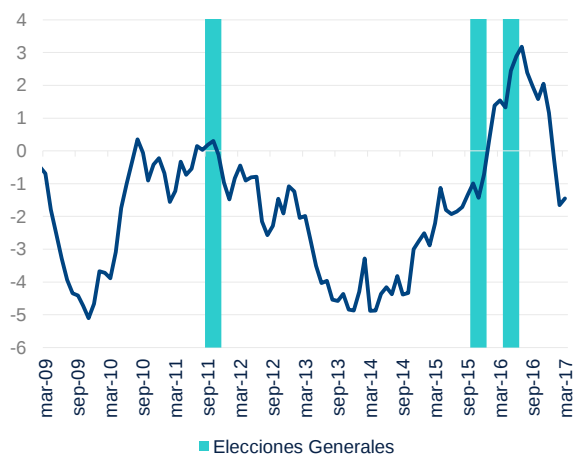
El escenario no está exento de riesgos

Si bien las previsiones para 2017 se corrigen marginalmente al alza dado el buen comportamiento previsto del sector exterior y la inversión, los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el sentido que finalmente tomarán tanto la política de comercio exterior de EE. UU, como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE tras la reciente activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (Francia en abril y mayo, y Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior. Otro riesgo a tomar en cuenta es el momento y la intensidad en el que se produzca la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. Para una economía apalancada como la española, incrementos en el coste de financiación podrían restringir los recursos disponibles para el consumo y la inversión.

En el entorno doméstico, la incertidumbre sobre la política económica se ha moderado. Sin embargo, según las estimaciones de BBVA Research, podría seguir restando alrededor de 0,2pp al crecimiento¹⁴ en 2017 (véanse los Gráficos 3.15 y 3.16). Hacia delante, será clave la capacidad de generar consensos alrededor de las medidas que se necesitan para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, de tal manera de aumentar la velocidad del crecimiento y la creación de empleo. Por otro lado, aunque de momento no se aprecian efectos de segunda ronda en la inflación derivados del incremento del precio de las materias primas o del SMI, no se puede descartar que se produzcan a futuro. De materializarse, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas y al poder adquisitivo de las familias, lo que ralentizaría el crecimiento de la demanda y la creación de empleo. Adicionalmente, el crecimiento de la productividad por hora trabajada continúa siendo bajo, lo que de mantenerse a medio plazo, supondrá un lastre para la continuación de la recuperación.

14: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica sobre la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/nRnxi7>

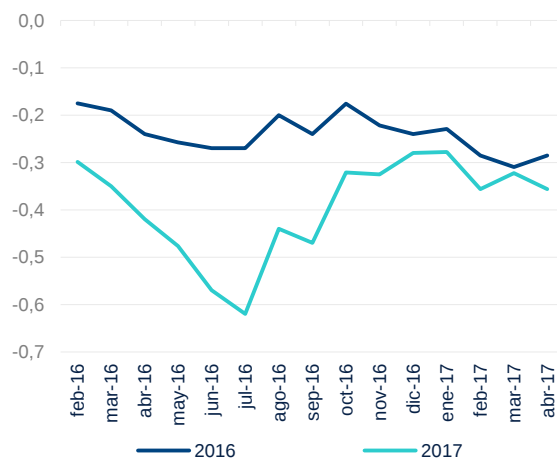
Gráfico 3.15 España: incertidumbre de política económica (SM12 del componente idiosincrático en desviaciones típicas)



El sombreado se corresponde con un período de 3 meses alrededor de las elecciones generales.

Fuente: BBVA Research a partir del EPU de Baker et al. (2015)

Gráfico 3.16 España: impacto estimado de la incertidumbre sobre la política económica en el PIB según fecha de estimación (pp)



Fuente: BBVA Research

4. Cuadros

Cuadro 4.1 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
EEUU	2,4	2,6	1,6	2,3	2,4
Eurozona	1,2	1,9	1,7	1,7	1,7
Alemania	1,6	1,5	1,8	1,7	1,6
Francia	0,7	1,2	1,1	1,4	1,5
Italia	0,2	0,6	1,0	1,0	1,2
España	1,4	3,2	3,2	3,0	2,7
Reino Unido	3,1	2,2	1,8	1,7	1,3
Latam *	0,8	-0,3	-1,5	1,1	1,8
México	2,3	2,6	2,1	1,6	2,0
Brasil	0,5	-3,8	-3,6	0,9	1,8
Eagles **	5,4	4,7	4,8	4,9	5,0
Turquía	5,2	6,1	2,9	3,0	4,5
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,5	5,2	5,1
Japón	0,2	1,2	1,0	0,8	0,9
China	7,3	6,9	6,7	6,3	5,8
Asia (ex. China)	4,2	4,5	4,5	4,2	4,5
Mundo	3,5	3,3	3,1	3,3	3,4

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2 Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
EEUU	2,53	2,13	1,84	2,60	2,84
Alemania	1,22	0,52	0,13	0,58	1,21

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
USD-EUR	0,75	0,90	0,90	0,93	0,88
EUR-USD	1,33	1,11	1,11	1,07	1,13
GBP-USD	1,65	1,53	1,35	1,23	1,28
USD-JPY	105,82	121,07	108,82	118,00	126,00
USD-CNY	6,14	6,23	6,64	7,01	7,50

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2014	2015	2016	2017	2018
EEUU	0,25	0,50	0,75	1,50	2,00
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,00	0,25
China	5,60	4,35	4,35	4,35	4,10

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.
Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5 UEM: previsiones macroeconómicas (a/a) (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Fin de periodo, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB a precios constantes	1,2	1,9	1,7	1,7	1,7
Consumo privado	0,8	1,8	1,9	1,4	1,4
Consumo público	0,6	1,3	1,8	1,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	1,5	3,0	2,5	2,5	3,0
Inventarios (*)	0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Demanda interna (*)	1,2	1,7	1,9	1,6	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	4,4	6,3	2,7	3,9	3,5
Importaciones (bienes y servicios)	4,9	6,3	3,4	4,0	3,6
Demanda externa (*)	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,1
Precios					
IPC	0,4	0,0	0,2	1,8	1,6
IPC subyacente	0,9	0,8	0,8	1,1	1,5
Mercado laboral					
Empleo	0,6	1,0	1,3	1,1	1,0
Tasa desempleo (% población activa)	11,6	10,9	10,0	9,5	9,1
Sector público					
Déficit (% PIB)	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Deuda (% PIB)	92,0	90,4	89,6	88,4	86,4
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,5	3,2	3,3	3,0	2,9

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.6 España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
Actividad					
PIB real	1,4	3,2	3,2	3,0	2,7
Consumo privado	1,6	2,8	3,2	2,5	2,4
Consumo público	-0,3	2,0	0,8	1,0	2,0
Formación Bruta de Capital	3,8	6,0	3,1	3,3	4,5
Equipo y Maquinaria	8,3	8,9	5,0	3,6	4,4
Construcción	1,2	4,9	1,9	2,8	4,2
Vivienda	6,2	3,1	3,7	4,3	5,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,9	3,3	2,8	2,3	2,6
Exportaciones	4,2	4,9	4,4	5,8	5,0
Importaciones	6,5	5,6	3,3	4,2	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,1	0,4	0,7	0,1
PIB nominal	1,1	3,7	3,6	5,1	5,3
(Miles de millones de euros)	1037,0	1075,6	1113,9	1170,7	1232,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	1,2	3,0	2,7	2,6	2,6
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,3	15,6
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	1,1	3,0	2,9	2,4	2,2
Productividad apartente del factor trabajo	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	2,1	1,9
IPC (fin de periodo)	-1,0	0,0	1,6	1,4	1,9
Deflactor del PIB	-0,3	0,5	0,3	2,1	2,5
Remuneración por asalariado	0,0	0,4	0,0	0,7	1,8
Coste laboral unitario	-0,3	0,2	-0,4	0,1	1,2
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,4	1,9	1,8	1,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	100,4	99,8	99,3	97,8	95,0
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,9	-5,1	-4,3	-3,1	-2,1
Hogares					
Renta disponible nominal	0,9	1,9	2,8	3,6	4,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,1	8,4	8,4	7,5	7,9

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

- AA. PP: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA – GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- CC. OO: Comisiones Obreras
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- ME Y SS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- TAE: Tasa anual equivalente
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores

Abreviaturas

- a/a: variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: miles de millones
- Pb: Puntos Básicos
- Pm: Precio de mercado
- Pp: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39

Álvaro Flores
alvaro.flores.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

Juan Ramón García
juanramon.gl@bbva.com
+34 91 374 33 39

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 648 600 596

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

Virginia Pou
virginia.pou@bbva.com
+34 91 537 77 23

Camilo Rodado
camilo.rodado@bbva.com
+34 91 537 54 77

Pep Ruiz
ruiz.aguirre@bbva.com
+34 91 537 55 67

Angie Suárez
angie.suarez@bbva.com
+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa
camiloandres.ulloa@bbva.com
+34 91 537 84 73

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Inclusión Financiera

Alfonso Arellano
alfonso.arellano.espinar@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

Depósito Legal: M-31254-2000